

# LA VIEW DI FIDEURAM ASSET MANAGEMENT

EDIZIONE 03.2024

## SCENARIO MACROECONOMICO

Non abbiamo apportato modifiche significative al nostro scenario di crescita e inflazione a livello globale nel corso dell'ultimo mese. Continuiamo pertanto a prevedere che il processo dei tagli dei tassi venga avviato sia dalla Fed sia dalla BCE nella riunione di giugno. Il rischio rispetto a questo scenario centrale rimane quello di un avvio più ritardato (e di un minore numero di tagli sull'orizzonte di previsione), in particolare nel caso della Fed, in quanto è necessaria una significativa moderazione della dinamica dell'inflazione core negli USA, dopo le sorprese al rialzo che si sono registrate a inizio anno, perché la Fed abbia sufficiente confidenza per procedere ad un taglio dei tassi. I rischi al rialzo sull'inflazione appaiono invece più contenuti nel caso dell'Eurozona, il cui profilo di crescita rimane inoltre decisamente più debole rispetto agli Stati Uniti.

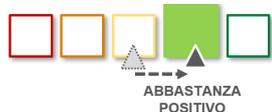
## MERCATI AZIONARI



Il sovrappeso azionario dei portafogli è stato ulteriormente incrementato a seguito della conferma del buono stato di salute dell'economia americana, che rafforza l'attesa che gli utili aziendali possano proseguire a crescere nei trimestri a venire. Le valutazioni nel complesso non sono basse ma rimangono sostenute dalla percezione di un ciclo di utili più duraturo nel tempo e maggiormente diffuso a livello settoriale e geografico. L'attività di acquisto ha interessato quei

settori / aree geografiche che dal punto di vista della performance e delle valutazioni relative hanno accumulato un gap rispetto alla tecnologia. Per tali segmenti, tra cui le azioni europee per le quali aumentiamo a sovrappeso il giudizio, si prospetta una crescita dei profitti più favorevole nel secondo semestre. Il peso della tecnologia e degli USA è stato ridotto solo marginalmente (e comunque mantenuto sovrappeso) perché la dinamica reddituale di breve periodo rimane robusta. Dal punto di vista tematico abbiamo ridotto il peso della cybersecurity perché, pur in presenza di un settore che mostra crescita di lungo periodo elevata e superiore al mercato, l'intensificarsi della dinamica competitiva di breve ci appare meno favorevole.

### EUROPA



ABBASTANZA  
POSITIVO

### STATI UNITI



ABBASTANZA  
POSITIVO

### GIAPPONE



ABBASTANZA  
POSITIVO

### EMERGENTI



NEUTRO

## MERCATI OBBLIGAZIONARI



Non modifichiamo l'impostazione dell'allocazione azionaria, con i portafogli che mantengono un marginale sovrappeso di duration e un favore per il comparto governativo. Le curve hanno cancellato gli eccessi di aspettativa di ribasso dei tassi da parte di Fed e BCE che incorporavano ad inizio anno, anche a fronte di recenti dati di inflazione meno favorevoli. Non abbiamo però ancora aumentato l'esposizione perché le condizioni finanziarie non si sono ristrette e l'aumento

dell'aspettativa di crescita può lasciare le banche centrali in una condizione di ulteriore attesa per essere certe che il ciclo di ribasso dei tassi inizi senza che l'inflazione si rialzi successivamente. Abbiamo una posizione di maggiore cautela sul rischio di credito dove continuiamo a preferire le obbligazioni a maggiore qualità, ovvero l'investment grade e i subordinati finanziari rispetto all'high yield e agli emergenti. In generale, preferiamo l'esposizione alle azioni rispetto al credito fintanto che vediamo gli utili crescere e le società essere in grado di battere le stime.

### GOVERNATIVO



ABBASTANZA  
POSITIVO

### CORPORATE



NEUTRO

### HIGH YIELD



ABBASTANZA  
NEGATIVO

### EMERGENTI



NEUTRO

## USA: OCCHI PUNTATI SULL'INFLAZIONE

I dati sull'occupazione e sull'inflazione di inizio anno sono risultati più forti delle attese (in particolare in gennaio), ma non si può escludere che siano stati almeno in parte "gonfiati" da distorsioni di natura statistica, che dovrebbero venir meno nel corso dei prossimi mesi. Il nostro scenario continua a prospettare un rallentamento della crescita rispetto ai ritmi molto elevati registrati nella seconda metà dello scorso anno, associato ad un graduale raffreddamento della dinamica dei prezzi già dal prossimo dato di marzo. Di conseguenza, confermiamo la nostra attesa che la Fed proceda con il primo taglio dei tassi (di 25 pb) nella riunione di metà giugno e che altri tre tagli di 25 pb vengano poi decisi nel resto dell'anno. Le recenti sorprese al rialzo nell'inflazione segnalano però un rischio non trascurabile che l'inizio dei tagli dei tassi da parte della Fed possa essere rinviato ben oltre giugno.

## AREA EURO: LA BCE GUARDA A GIUGNO

I segnali di miglioramento ciclico stanno aumentando: a febbraio la fiducia delle imprese (indice PMI) è salita al ritmo più forte degli ultimi 4 mesi, grazie al recupero dei servizi. Il settore manifatturiero rimane debole a causa delle difficoltà della Germania, alle prese con problemi strutturali di riconversione industriale, ma la marcata discesa dei prezzi del gas naturale (anche sulle scadenze di lungo periodo) dovrebbe consentire un graduale recupero della produzione e della competitività persa per la crisi energetica. L'inflazione continua a scendere, ma ad un ritmo più lento: a febbraio l'inflazione totale è scesa al 2.6% (dal 2.9%) e la core solo di un decimale al 3.1%. La BCE nella riunione di marzo è sembrata orientare le attese per l'avvio del taglio dei tassi non prima della riunione di giugno. La probabilità di un taglio ad aprile scontata dal mercato non arriva al 15%.

## CINA: PACCHETTO FISCALE POCO AMBIZIOSO

Come atteso nel documento finale del Congresso Nazionale del Popolo, l'obiettivo di crescita è stato fissato anche per l'anno in corso "intorno al 5%". Diversamente dal 2023, per il 2024 si tratta però di un obiettivo ambizioso, non beneficiando di un favorevole effetto base ed in assenza di interventi più significativi di politica economica. Ha deluso invece il rapporto deficit/PIL al 3%, dopo la revisione al 3.8% di quello del 2023 ad ottobre dello scorso anno. Il Governo inoltre non sembra particolarmente preoccupato dalla deflazione, avendo optato per politiche ancora una volta a sostegno dell'offerta, trascurando il lato della domanda (ed i consumi in particolare). Viene confermato l'orientamento accomodante della politica monetaria e nei prossimi mesi sono probabili altri tagli dei tassi e della riserva obbligatoria.

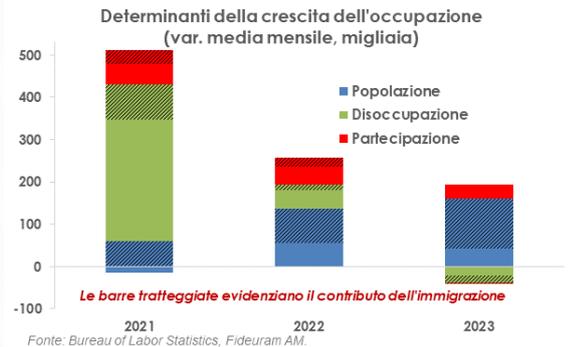
## PREVISIONI FIDEURAM ASSET MANAGEMENT SUL QUADRO MACROECONOMICO

	PIL			Inflazione			Tasso di riferimento politica monetaria		
	2023	2024*	2025*	2023	2024*	2025*	2023	2024*	2025*
USA	2,5	2,2	1,7	4,1	2,9	2,3	5,38	4,38	3,38
Area Euro	0,5	0,5	1,2	5,5	2,4	2,1	4,50	3,25	2,50
Giappone	1,9	0,8	1,2	3,2	2,4	1,9	-0,10	0,00	0,00
Cina	5,2	4,9	4,6	0,2	0,8	1,5	2,50	2,30	2,30

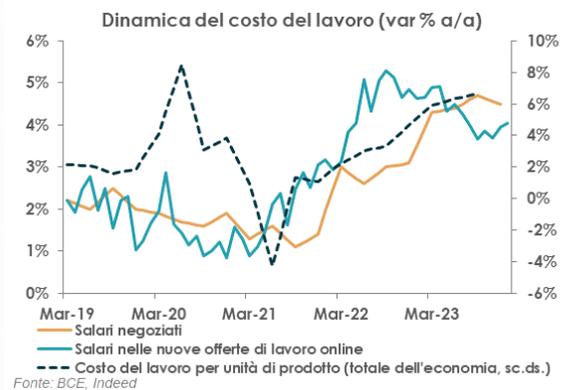
Crescita media annua per PIL e inflazione; livello di fine anno per i tassi. Tasso refi per BCE.

\* Previsioni Fideuram Asset Management

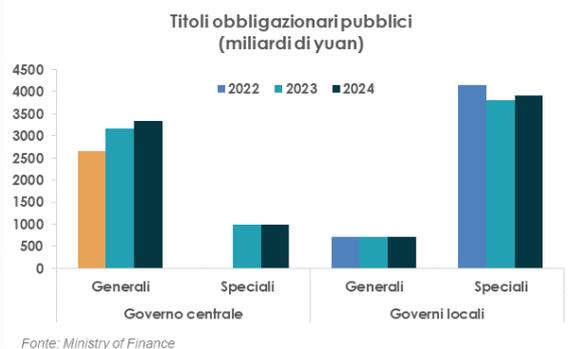
## L'aumento dell'immigrazione ha contribuito notevolmente alla crescita dell'occupazione



## La BCE vuole disporre di maggiori dati sulla dinamica salariale prima di avviare il taglio dei tassi



## Le autorità hanno deciso l'emissione di un trilione di titoli obbligazionari a lungo termine per finanziare progetti chiave



## MERCATI AZIONARI

Le valutazioni sono contenute e trattano ad uno sconto marcato rispetto agli USA. Il momentum macro attuale è meno brillante e gli utili più deboli, anche per il diverso mix settoriale e minore peso della tecnologia. Tuttavia, pensiamo che nei prossimi trimestri ci potrà essere una fase più favorevole per le azioni europee, legata ad un miglioramento del quadro macro e della dinamica degli utili nella seconda parte dell'anno. Abbiamo iniziato un graduale aumento dell'investimento a favore del mercato europeo, che è ora in lieve sovrappeso.

Dal punto di vista fondamentale il mercato USA rimane favorito per la maggiore qualità delle società e la crescita dei profitti robusta. Le valutazioni sono nella parte alta del range ma pensiamo che possano tenere, quantomeno nel breve periodo. Nei portafogli rimane significativa l'esposizione tecnologica ma abbiamo iniziato un percorso di graduale aumento della diversificazione settoriale e di stile a favore di quelle componenti che hanno accumulato un gap di performance e valutazione rispetto alle aziende a più alta capitalizzazione. Ci aspettiamo che nella seconda parte dell'anno altri settori possano mostrare una crescita sequenziale degli utili migliore, sostenuti dalle favorevoli condizioni economiche

Dopo il recente forte rialzo riduciamo un poco l'esposizione, ma manteniamo il sovrappeso per via del mix di valutazioni ancora attraenti e l'attesa di rialzo degli utili. La crescita dei profitti è funzione di elementi sia ciclici (rialzo delle aspettative di inflazione e della redditività del settore finanziario grazie all'allentamento del controllo della curva da parte della BoJ) che strutturali (ristrutturazione dei bilanci e aumento degli investimenti)

Manteniamo un approccio neutrale nei confronti dei mercati azionari emergenti. Le valutazioni risultano attraenti e permane l'aspettativa di una fase di maggiore stabilità e di ulteriore stimolo da parte delle autorità di governo cinesi, nonostante fino ad ora i provvedimenti abbiano lasciato deluse le aspettative degli investitori.



## MERCATI OBBLIGAZIONARI

### GOVERNATIVO



Manteniamo un sovrappeso sulla componente governativa. Vediamo la corretta valutazione del Treasury a 10 anni in area 4,3 - 4,5% e quella del Bund a 10 anni nel range tra 2,3% e 2,5% e consideriamo un eventuale rialzo dei tassi sopra questi livelli come una opportunità di aumento dell'esposizione. Gli spread periferici sono nella parte bassa del range di corretta valutazione ma l'attuale evoluzione macroeconomica non ci appare compatibile con un loro brusco allargamento, quantomeno nel breve periodo.

### CORPORATE



Il settore investment grade è caratterizzato da un mix favorevole di tasso e spread che stabilizza i rendimenti a livelli attraenti e rimane il segmento che preferiamo nell'ambito del rischio di credito societario, con inclusione del comparto finanziario. Tuttavia, gli spread sono relativamente contenuti e preferiamo in questa fase la componente governativa per la maggiore capacità di protezione del rischio azionario.

### HIGH YIELD



La forza dell'economia USA limita l'aumento dei default, nonostante il peggioramento degli standard di lending e l'impatto sui crediti di qualità inferiore di un aumento del costo del capitale. Pur in presenza di rendimenti attesi attraenti su base storica, rimaniamo sottopesati perché tra gli asset rischiosi preferiamo le azioni, quantomeno fintanto che le società continueranno a mostrare capacità di crescita e revisione al rialzo degli utili, e per contenere il rischio di credito che può generare a causa del mantenimento di tassi alti da parte delle banche centrali.

### EMERGENTI



Siamo neutrali sugli emergenti, ma con una lieve preferenza per il debito in valuta locale rispetto a quello in valuta forte. Il livello relativamente contenuto degli spread lascia spazi complessivamente limitati di ulteriore compressione, mentre le curve locali, per quanto scontino già una buona dose di riduzione dei tassi, ci sembrano meno vulnerabili.

## AUMENTA IL SOVRAPPESO AZIONARIO IN OTTICA DI UN ALLARGAMENTO DELLA LEADERSHIP DI MERCATO

Manteniamo un posizionamento di complessivo sovrappeso sui mercati azionari, che nel corso delle ultime settimane si è un po' ampliato non soltanto nella misura, ma anche da un punto di vista della diversificazione a favore di settori / aree geografiche che hanno accumulato un gap rispetto al segmento tecnologico in termini di valutazioni e dinamica degli utili.

Nel dettaglio è stata incrementata a leggero sovrappeso la posizione sulle azioni europee, a fronte di una riduzione del sovrappeso di azionario giapponese.

L'esposizione nei confronti dell'azionario americano resta ancora in sovrappeso, ma ne è stata incrementata la diversificazione settoriale a fronte di una marginale riduzione del peso delle mega capitalizzazioni, che anche in questo inizio di 2024 hanno continuato a guidare la leadership di mercato. La persistenza di buoni livelli di crescita economica che fino ad ora hanno caratterizzato in particolare l'economia americana, se protratti nel tempo, potrebbero ragionevolmente trasferirsi in termini di crescita degli utili a favore di quei settori che sono rimasti un po' indietro rispetto alla sovraperformance delle mega cap.

È importante sottolineare che anche prospetticamente la crescita degli utili stimata dagli analisti per il settore tecnologico, ed in particolare per i titoli a maggiore capitalizzazione, si conferma molto solida e superiore al resto del mercato, grazie anche alla spinta dell'intelligenza artificiale. Tuttavia la crescita sequenziale degli utili nei trimestri a venire vede il resto del mercato migliorare gradualmente la crescita degli utili, riducendo parzialmente il gap rispetto alle big tech.

Anche a livello geografico, a fronte di uno sconto valutativo accumulato nel corso del tempo rispetto agli USA, l'idea con cui si è iniziato a costruire l'iniziale sovrappeso sul mercato europeo si basa sulla progressiva chiusura di un gap di redditività. Grazie anche a prospettive cicliche che in Europa possono gradualmente migliorare, vediamo una dinamica sequenziale degli utili trimestrali che da negativa torna positiva a partire dal secondo semestre, continuando a migliorare progressivamente per il resto dell'anno.

La maggiore allocazione verso il mercato europeo segnala anche dal punto di vista tematico una maggiore diversificazione in ottica value.

## RIDUZIONE DELLA CORRELAZIONE POSITIVA TRA BOND ED EQUITY

Lato obbligazionario non si segnalano modifiche dell'impostazione con il mantenimento di un marginale sovrappeso di duration concentrato nell'esposizione ai titoli governativi, sia americani che europei.

Viene mantenuta anche la maggiore cautela sul rischio di credito dove continuiamo a preferire la parte di maggiore qualità e i subordinati finanziari rispetto a segmenti più speculativi e agli emergenti. In particolare in Europa il comparto finanziario presenta ancora livelli attraenti di spread.

Più in generale si preferisce l'assunzione di rischio azionario a quello di credito fintanto che gli utili continuano a crescere e le società risultano in grado di battere le stime. Tale preferenza, associata al favore verso le componenti governative, si basa su una visione prospettica di graduale diminuzione della correlazione positiva tra bond ed equity. In generale il mercato è progressivamente passato da un contesto in cui il restringimento monetario atteso determinava sia una risalita dei bond yield che una compressione dei multipli azionari (tramite l'aumento del fattore di sconto) ad una condizione in cui il rialzo del tasso si è legato ad un miglioramento delle aspettative di crescita. Il recente rialzo dei tassi è stato ben assorbito dai mercati azionari per il fatto che questo movimento non ha ristretto le condizioni finanziarie, poiché le attese di crescita economica in miglioramento hanno agito a compensazione. Questo contesto contribuisce alla ricostruzione del meccanismo protettivo di correlazione negativa tra obbligazionario ed azionario qualora la crescita dovesse risultare meno forte rispetto alle aspettative.

Nonostante questo, non abbiamo ancora aumentato l'esposizione governativa perché la forza relativa del ciclo economico può lasciare ancora le banche centrali in pausa prima di avviare il ciclo di ribasso dei tassi senza che l'inflazione si rialzi successivamente.

## DISCLAIMER:

*Il presente documento, è pubblicato da Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking Asset Management SGR S.p.A. ("Fideuram Asset Management SGR" o "SGR"), società iscritta all'albo delle Società di Gestione del Risparmio tenuto dalla Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 35 del d.lgs. 58/1998 (TUF), al n. 12 nella sezione gestori di OICVM e al numero 144 della sezione gestori di FIA e sottoposta alla direzione e coordinamento di Intesa Sanpaolo S.p.A. e appartenente al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari ed è destinato alla distribuzione al pubblico.*

*Il presente documento è stato predisposto sulla base di dati elaborati da Fideuram Asset Management SGR (ed eventualmente da altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo) e sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili o di altre fonti di terze parti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, esplicita o implicita, è fornita dalla SGR relativamente all'accuratezza, completezza, affidabilità e correttezza delle stesse. Le informazioni, le opinioni e i dati contenuti in questo documento o in eventuali documenti allegati non costituiscono in alcun modo ricerca in materia di investimenti o comunicazione di marketing, raccomandazione o suggerimento, implicito o esplicito, né sollecitazione o offerta, né consiglio di investimento, consulenza in materia di investimenti, consulenza legale, fiscale o di altra natura.*

*Se non diversamente specificato, tutte le informazioni contenute nel presente documento sono aggiornate alla data che appare sulla prima pagina e non vi è alcuna garanzia che i risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni e le previsioni qui contenute.*

*Le informazioni sono soggette a modifiche. Tali informazioni non intendono sostituire in alcun modo le autonome e personali valutazioni che il destinatario è tenuto a svolgere prima della conclusione di una qualsiasi operazione attinente a strumenti e prodotti finanziari. Prima di qualunque investimento, è necessario prendere attenta visione della documentazione relativa allo strumento finanziario oggetto dell'operazione.*

*I dati, ove non diversamente specificato, non tengono conto del regime fiscale applicabile.*

*Questo documento non costituisce un'offerta di acquisto o vendita, né una sollecitazione all'investimento in alcun prodotto finanziario citato e non costituisce un messaggio promozionale o sollecitazione all'investimento rivolto a persone residenti negli USA, in Canada o a soggetti residenti in paesi in cui i prodotti non sono autorizzati o registrati per la distribuzione o in cui Prospetto non è stato depositato presso le competenti autorità locali.*

*Si declina qualsiasi responsabilità in caso di qualsivoglia perdita diretta o indiretta, derivante dall'affidamento alle opinioni o dall'uso delle informazioni ivi contenute; la SGR e i propri dipendenti non sono altresì responsabili per qualsiasi errore e/o omissione contenuti in tali informazioni.*

*La presente comunicazione e i relativi contenuti (ivi compresi quelli di eventuali documenti allegati) non potranno essere riprodotti, ridistribuiti, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicati, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso scritto da parte della SGR.*



FIDEURAM  
INTESA SANPAOLO  
PRIVATE BANKING  
Asset Management

**Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking Asset Management SGR S.p.A.**

Via Melchiorre Gioia 22, 20124 Milano  
Telefono +39 02 725071 – Fax 02 72507626  
[www.fideuramispbsgr.it](http://www.fideuramispbsgr.it)

Società del gruppo **INTESA**  **SANPAOLO**

